

## **Vortragsmanuskript: Institutionelle Eigentümer im Finanzmarkt-Kapitalismus**

1. Epochen des Kapitalismus
2. Wer sind die neuen Eigentümer?
3. Aktienrückkaufprogramme (Daimler, Deutsche Bank)
4. Die Strategien der institutionellen Investoren
5. Schlussfolgerungen

### **1. Epochen des Kapitalismus**

Werner Sombart hat den Begriff der *Epochen des Kapitalismus* in die Sozialwissenschaften eingeführt. In seinen historischen Untersuchungen unterscheidet er zwischen Früh-, Hoch- und Spätkapitalismus. Mit dieser Abfolge von Entwicklungsstufen verband Sombart keine Fortschrittshypothese. Für ihn war der Spätkapitalismus, den er in der Zwischenkriegszeit beobachten konnte, eher eine Epoche des Verfalls.

Die von Sombart vorgeschlagene Abgrenzung ist inzwischen überholt und für die empirische Analyse kaum noch brauchbar. Aber Sombart hat den Blick auf die *Entwicklungsdynamik* des Kapitalismus und auf langfristige Transformationsprozesse gelenkt. Der Kapitalismus ist keine statische Wirtschaftsordnung, sondern ein Regime, das einem ständigen revolutionären Wandel ausgesetzt ist.

Ich werde eine andere Periodisierung vorgeschlagen, die vom späten 19. Jahrhundert bis in die Gegenwart reicht. Die Entwicklungsstufen, die der Kapitalismus durchlaufen hat, werden als Familien-, Manager- und Finanzmarkt-Kapitalismus bezeichnet. Diese Begriffe verweisen auf verschiedene Epochen des Kapitalismus, die sich hinsichtlich der Struktur der ökonomischen Institutionen und der Marktorganisation voneinander unterscheiden. Ich werde einen institutionellen Transformationsprozess beschreiben, der den Kapitalismus während der vergangenen hundert Jahre immer wieder verändert hat.

Ein Beispiel für einen epochalen Wandel des Kapitalismus ist der Übergang vom Familien- zum Managerkapitalismus. In der Mitte des 19. Jahrhunderts befanden sich die Großunternehmen fast ausnahmslos im Familienbesitz. Die Eigentümer waren zugleich die Manager ihrer Unternehmen, und sie waren die Risikoträger. In der Zwischenkriegszeit hat sich ein neues Regime des Kapitalismus etabliert: der Managerkapitalismus. Die Großunternehmen sind jetzt an der Börse notiert und befinden sich im Eigentum von tausenden von Kleinaktionären. Die Kleinaktionäre sind zwar noch Eigentümer und Risikoträger, aber sie können die Großunternehmen

nicht mehr kontrollieren. Die Kontrolle liegt bei einem professionalisierten Management, das die unternehmerischen Entscheidungen fällt. Eigentum und Kontrolle sind getrennt und auf verschiedene Rollen verteilt.

Wenn wir die Frage stellen, wem die Großunternehmen *heute* gehören, treffen wir auf einen neuen Typus von Eigentümern: In den USA befinden sich die tausend größten Aktiengesellschaften im Eigentum von institutionellen Investoren. Dazu gehören die Investment- und Pensionsfonds, die Hedge-Fonds und Versicherungen. Diese institutionellen Eigentümer halten inzwischen ca. 75% des Aktienkapitals. Sie haben die Mehrheit auf den Hauptversammlungen, und sie haben einen maßgeblichen Einfluss auf die Auswahl des Führungspersonals.

Seit mehr als zwei Jahrzehnten beobachten wir das Entstehen eines neuen Typus von Kapitalismus: den Finanzmarkt-Kapitalismus (FMK). In Anlehnung an Sombart können wir auch von einer neuen Epoche des Kapitalismus sprechen. Die zentralen Merkmale sind die Dominanz der Finanzmärkte, die Globalisierung und die Deregulierung der Märkte. Das zentrale Thema meines Vortrags wird die Strukturbeschreibung dieses neuen Typus sein. Zunächst möchte ich jedoch auf zwei Einschränkungen hinweisen, die beachtet werden sollten:

Erstens, die historische Abfolge von Familien-, Manager- und Finanzmarkt-Kapitalismus impliziert keine Fortschritts-Hypothese. Es sind heuristische Konstruktionen, und sie sollten nicht mit konkreten Objekten der Beobachtung verwechselt werden. Der Begriff des FMK ist eine idealtypische Konstruktion, die dazu dient, empirische Beobachtungen zu klassifizieren, aufeinander zu beziehen und in ihrer funktionalen Abhängigkeit zu analysieren. Mit Hilfe dieser Konstruktion soll der Wandlungsprozess verdeutlicht werden, der stattgefunden hat.

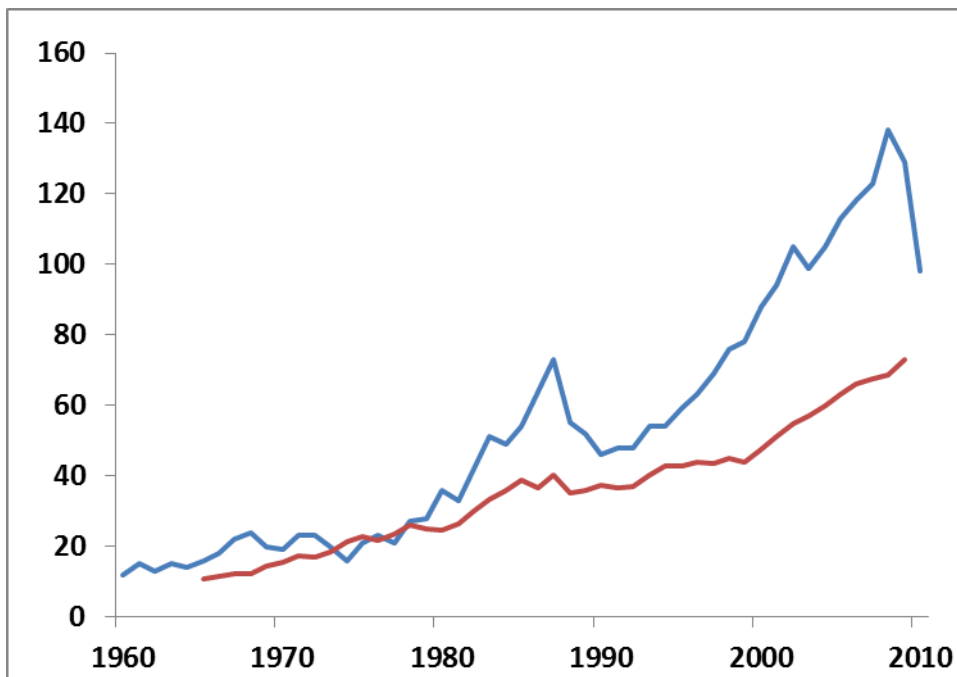
Zweitens, Managerkapitalismus und Finanzmarkt-Kapitalismus lassen sich nicht durch eine klare Zeitgrenze voneinander trennen. Es gibt kein Datum, das den Beginn des neuen Regimes markierte. Die sozio-ökonomischen und institutionellen Veränderungen erstrecken sich über mehrere Jahrzehnte. Aber wenn man die 1980er Jahre mit dem Jahr 2010 vergleicht, wird deutlich, dass ein Strukturwandel stattgefunden hat.

## **2. Wer sind die „neuen Eigentümer“?**

Seit mehr als zwei Jahrzehnten wächst der Anteil des Aktienkapitals, den die institutionellen Investoren an den großen Aktiengesellschaften halten. Abb. 1 zeigt für die USA, dass die institutionellen Investoren 1965 ca. 11% des Aktienkapitals an den 1000 größten Aktiengesellschaften hielten, bis 2009 ist dieser Anteil auf 73% gestiegen. Von Bedeutung ist weiterhin, dass ca. 40% des Aktienkapitals bei den 20 größten Investment- und Pensions-Fonds konzentriert sind. Berücksichtigt man, dass

in der Regel nicht mehr als 80% des Aktienkapitals auf den Hauptversammlungen präsent ist, wird deutlich, dass eine kleine Gruppe von institutionellen Investoren die Aktiengesellschaften in den USA kontrolliert. Auch in Frankreich und in Deutschland halten die institutionellen Investoren inzwischen hohe Anteile an den großen Aktiengesellschaften. Der Anteil dieser Investoren am Aktienkapital der Deutschen Bank beträgt 75%, bei der Daimler AG sind es 69%, bei der Siemens AG sind es 65%, davon kommen 21% aus den USA.

**Abbildung 1:** Anteil der Aktien im Eigentum der US-Fonds (1965-2009) - Turnover-Rate New York Stock Exchange (1960-2010)



*Anmerkung:* obere Linie: Turnover-Rate des Aktienkapitals an der New York Stock Exchange (%); untere Linie: Anteil des Aktienkapitals, den die institutionellen Investoren an den 1000 größten US-Aktiengesellschaften halten (%).

Im Gegensatz zu den Kleinaktionären sind die institutionellen Investoren professionalisierte Finanzmarktmarkt-Akteure. Ihre Investitionen verteilen sich auf viele Unternehmen, an denen sie jeweils relativ kleine Anteile halten (Diversifizierung). Als *Kollektiv* können sie Beschlüsse auf der Hauptversammlung der Aktiengesellschaften durchsetzen und damit erheblichen Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen ausüben.

Im Folgenden wird der institutionelle Kontext beschrieben, in dem die Fonds ihre Eigentumsrechte ausüben und ihre Strategien entwickeln. Dazu werden fünf Thesen formuliert:

**These 1:** *Die institutionellen Investoren stehen in einer harten Konkurrenz gegeneinander um die Einlagen des Publikums.*

Der Markt für institutionelle Anleger ist fragmentiert und globalisiert. Hunderte von Fonds konkurrieren gegeneinander um das liquide Vermögen des Publikums. Die Parameter, an denen der Erfolg der Fonds in jedem Jahr gemessen wird, sind Ertrag und Risiko, oder vereinfacht: Ertrag pro Risiko-Einheit. Die Finanzwissenschaft hat verschiedene Indikatoren entwickelt, die es erlauben, die Investment- und Pensions-Fonds in eine Rangordnung zu bringen (Sharpe ratio). Das investierende Publikum wird seine Einlagen bei erfolgreichen Fonds mit einem guten Ranking erhöhen; es wird seine Einlagen bei weniger erfolgreichen Fonds verringern oder ganz auflösen. Die Rangordnung der Fonds wird in Finanz-Ratgebern regelmäßig veröffentlicht. Die institutionellen Investoren stehen also unter einer permanenten Erfolgskontrolle, die für alle sichtbar ist. Fonds, die im Vorjahr besonders erfolgreich waren, können im Folgejahr mit höheren Einlagen rechnen – und damit steigt auch das Einkommen der Fondsmanager.

Im FMK lassen sich die Eigentümer also durch zwei Merkmale kennzeichnen: Erstens, die Eigentümer stehen als Eigentümer (und nicht als Produzenten) in Konkurrenz gegeneinander. Das hat es bisher noch nicht gegeben. Zweitens, die Eigentümer sind Akteure des Finanzmarktes und ihre Strategien werden durch die operatorische Logik der Finanzmärkte bestimmt.

***These 2: Die institutionellen Investoren übertragen den Konkurrenzdruck, dem sie auf den Finanzmärkten ausgesetzt sind, auf die Unternehmen.***

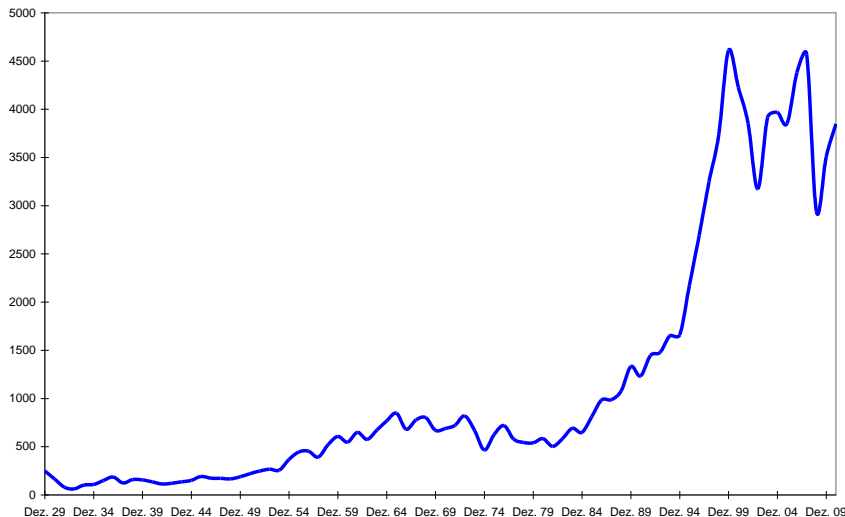
Als Eigentümer verfügen die Investoren über die Option *voice*, die sie nutzen können, um unternehmerische Entscheidungen zu beeinflussen. Im FMK können Eigentumsrechte wieder zur Interessendurchsetzung mobilisiert werden.

Die Investment-Fonds fordern von den Unternehmen Profit-Maximierung. Im Managerkapitalismus waren die Manager nicht gezwungen, ihre unternehmerischen Entscheidungen an Profitmaximierung auszurichten. Sie mussten für die Kleinaktionäre nur eine "zufriedenstellende" Dividende erwirtschaften. Im FMK erwarten die Eigentümer von den Managern eine maximale Rendite. Dies erklärt, warum Banken versuchen, eine Eigenkapital-Rendite von 25% zu erreichen. Diese Rendite ist eine *benchmark*, an der die institutionellen Eigentümer die Bankmanager messen.

Abb. 2 zeigt den Take-off in die neue Epoche des FMK. Sie verdeutlicht, welche Konsequenzen die Strategie des *shareholder-value* für die Aktienkurse hat. Die Turbulenzen der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren sind in der Abbildung mit bloßem Auge kaum erkennbar; sie würden erst bei einer auf diese Periode beschränkten Abbildung deutlicher hervortreten. Die Periode zwischen 1950 bis Ende

der 1960er Jahre ist in Deutschland als Wirtschaftswunder bekannt, die Franzosen bezeichnen diese Jahrzehnte als die *trente glorieuses*. Während dieser Periode zeigt sich eine deutlich sichtbare Kursentwicklung nach oben, die während der wirtschaftlichen Depression der 1970er Jahre wieder nach unten korrigiert wird.

**Abbildung 2:** Dow Jones Industrial Average 1928-2010 (inflationsbereinigt)



Mitte der 1980er Jahre setzt eine starke Aufwärtsbewegung ein, die Anfang der 1990er Jahre in eine steile, historisch bisher einmalige Kurssteigerung mündet. Die 1990er Jahre sind der *take-off* in eine Epoche des Kapitalismus, die hier als *Finanzmarkt-Kapitalismus* (FMK) bezeichnet wird.

Die Abbildung lässt erkennen, dass die (kurzfristige) Steigerung des Aktienkurses der zentrale Parameter ist, über den der *shareholder-value* (Gewinnmaximierung) realisiert wird. Fonds-Manager können bei starken Kurssteigerungen eine hohe jährliche Rendite ausweisen. Damit erhöht sich ihr erfolgsabhängiges Einkommen. Dies gilt auch für die Manager der Unternehmen: Über Aktien-Optionen ist ihr Einkommen ebenfalls an Kurssteigerungen gebunden. Es entwickelt sich eine Interessengemeinschaft zwischen Fonds-Managern und Unternehmens-Managern. Beide Gruppen von Akteuren haben *ein* dominantes Ziel: die Maximierung des Aktienkurses.

***These 3:*** Hohe Erträge können nur um den Preis eines hohen Risikos erzielt werden. Die institutionellen Investoren treiben das ökonomische System tendenziell auf ein höheres Risiko-Niveau.

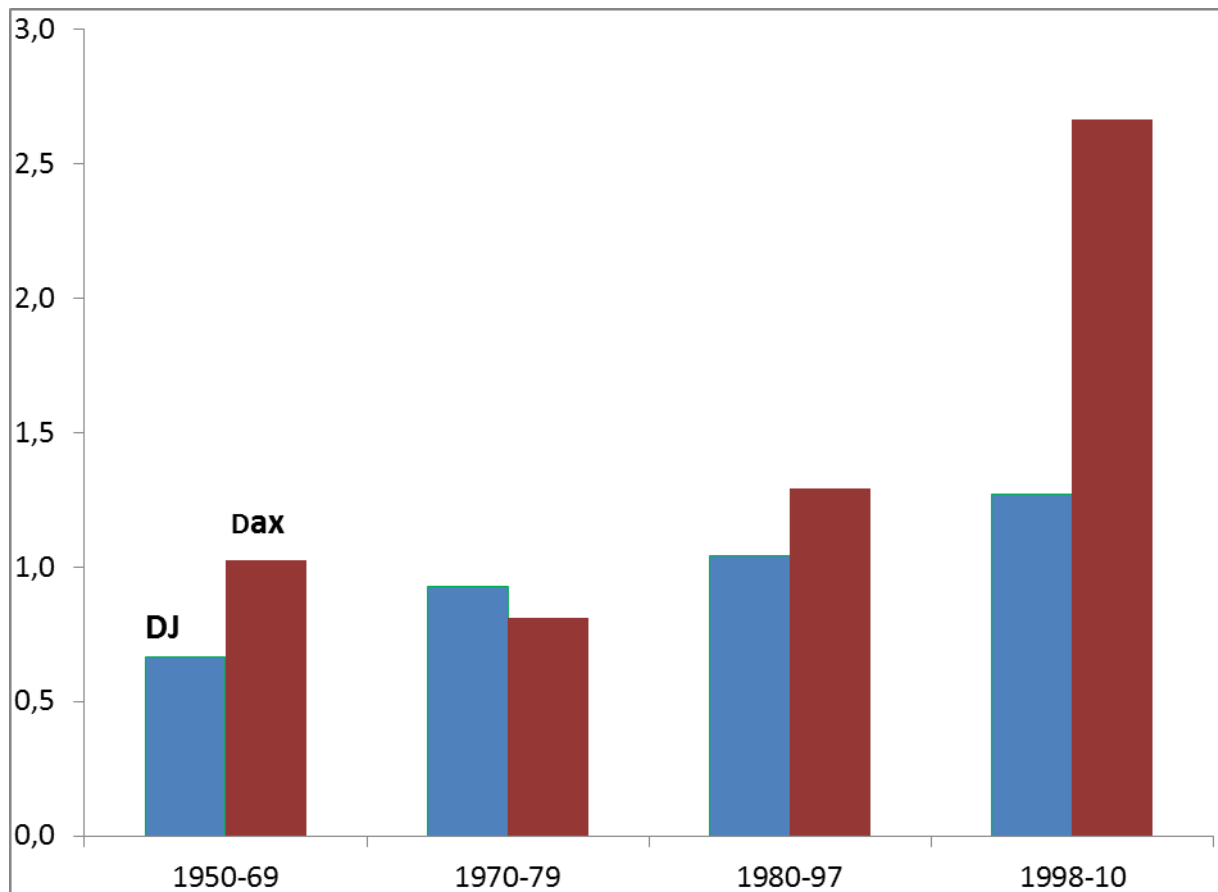
Es wurde argumentiert, dass die Pensions- und Investment-Fonds in einer harten Konkurrenz stehen um die Einlagen der Kunden. Je höher die Rendite, die sie mit einem Fonds erzielen, umso mehr Geld können sie beim vermögenden Teil der Gesellschaft einsammeln. Die institutionellen Investoren versuchen, jene Strategien

in den Unternehmen durchzusetzen, die eine Maximierung der kurzfristigen Rendite erwarten lassen.

Es gilt jedoch das „fundamentale“ Gesetz der Finanzwissenschaft: Eine höhere Rendite kann nur um den Preis eines höheren Risikos erwirtschaftet werden. Je höher die Rendite, umso höher ist in der Regel auch das Risiko, das Investoren eingehen müssen. Die Amerikaner drücken diesen Zusammenhang kurz und bündig aus: *There is no free lunch*. Man muss für alles bezahlen. Hohe Renditen müssen mit steigendem Risiko bezahlt werden.

Seit Beginn der 1990er Jahre sind nicht nur die Aktienkurse dramatisch gestiegen, sondern auch die Volatilität der Aktienmärkte hat zugenommen. Je stärker die Kurse einer Aktie schwanken, umso höher ist das Risiko. Die Volatilität einer zurückliegenden Periode wird gemessen durch die Varianz der Aktienkurse. Wenn man diese Varianz für verschiedene Aktien-Indizes berechnet, ergibt sich folgendes Ergebnis: Die Volatilität des DAX und des Dow Jones ist in der Nachkriegszeit kontinuierlich gestiegen. Die Abbildung 3 zeigt, dass die Volatilität am deutschen Aktienmarkt sogar noch höher war als am US-Aktienmarkt.

**Abbildung 3:** Volatilität (Varianz) des DAX und des Dow Jones (New York) 1950-2010



**These 4:** Die institutionellen Investoren halten die Aktien an einem Unternehmen im Durchschnitt weniger als ein Jahr (short termism).

Die obere Linie in Abbildung 1 (siehe oben) zeigt die Turnover-Rate (churn rate) für alle an der New York Stock Exchange gelisteten Unternehmen. Sie gibt an, welcher Anteil der Aktien eines Unternehmens während eines Jahres umgeschlagen wird. 1960 wurden im Durchschnitt ca. 12% der Aktien eines Unternehmens umgesetzt, d.h. die Kleinaktionäre haben die Aktien im Durchschnitt ca. 8,3 Jahre gehalten.<sup>1</sup> 2009 betrug die Turnover-Rate 100%, d.h. die institutionellen Investoren halten die Aktien im Durchschnitt nur ein Jahr. Für den Zeitraum 1995-2001 betrug die Turnover-Rate für Deutschland 140%, für Frankreich 65% und für die Schweiz 100%. Die Turnover-Rate ist ein Indikator für den durchschnittlichen Anlagehorizont der Investoren (short-termism).

Die hohe Turnover-Rate wird nicht durch high *frequency trades* oder *day trader* verursacht. In einer Studie, die ein repräsentatives Sample von Pensionsfonds untersucht, wird für 2006 eine Turnover-Rate von 95% berechnet. Die Manager der großen US-Unternehmen wissen also, dass sie ein Jahr später eine andere Kombination von institutionellen Investoren als Eigentümer haben. Da die institutionellen Investoren die Mehrheit an allen Aktiengesellschaften halten, besagt die hohe Turnover-Rate, dass sie wechselseitig in spekulativen Käufen und Verkäufen ihre jeweiligen Aktienbestände austauschen - und damit für ihre Kunden hohe Transaktionskosten verursachen.

Institutionelle Investoren können *keine langfristigen Strategien* verfolgen. Sie werden nach Performance-Kriterien der Vergangenheit beurteilt. Eine unterdurchschnittliche Performance während des vergangenen Jahres führt im Folgejahr dazu, dass die Kunden einen Teil ihrer Einlagen abziehen oder ganz auflösen. Der Verlust an Einlagekapital zwingt die Fonds, verlustreiche Positionen aufzulösen; sie verschlechtern ihre Performance damit noch weiter (Notverkäufe). Institutionelle Investoren, deren Performance in jedem Jahr in Ranglisten publiziert wird, sind gezwungen, kurzfristige Gewinnmaximierungsstrategien zu verfolgen.

Diese Tendenz zu kurzfristigen Strategien spiegelt sich auch in der Amtsdauer der Manager wieder. Verschiedene Studien haben gezeigt, dass sich die Amtsdauer der Top-Manager in den USA seit Mitte der 1990er Jahre kontinuierlich verkürzt hat. Sie beträgt inzwischen weniger als 6 Jahre. Die großen Unternehmen wechseln also im

---

<sup>1</sup> Die durchschnittliche Haltedauer der Aktien (Zeithorizont der Investition) wird wie folgt berechnet:  $100/\text{Turnover-Rate}$ . Z.B.  $100/12\% \approx 8,3$  Jahre durchschnittlicher Anlagehorizont. Die Turnover-Rate gibt nur einen *Durchschnitt* über *alle* Aktionäre eines Unternehmens. Die Varianz der Turnover-Rate zwischen den einzelnen Aktionären kann sehr hoch sein.

Durchschnitt alle 6 Jahre die Person aus, die für die strategische Ausrichtung des Unternehmens verantwortlich ist.

***These 5:*** *Der Managerkapitalismus war gekennzeichnet durch eine Trennung von Eigentum und Kontrolle. Für den FMK ist eine Trennung von Eigentum und Risiko typisch.*

Die institutionellen Investoren sind die Eigentümer der großen Aktiengesellschaften. Als Aktionäre können sie *alle* Rechte geltend machen, die ihnen das Aktienrecht einräumt. Sie tragen aber nicht das Risiko, das mit ihren Entscheidungen verbunden ist. Das Risiko tragen die Fonds-Kunden. Den Letzten beißen die Hunde, heißt das Sprichwort, und die Letzten sind in diesem Fall die Fonds-Kunden.

Die Fonds-Manager werden nach Erfolg bezahlt. Wenn ihr Aktienfonds im vergangenen Jahr eine hohe Wertsteigerung aufweisen konnte, erhalten sie hohe Erfolgsprämien. Das System funktioniert also für die beteiligten Akteure nach dem gleichen Muster: Die Manager der Unternehmen erhalten Aktienoptionen und können exorbitante Einkommen erzielen, wenn der Aktienkurs ihres Unternehmens steigt. Die Fondsmanager erzielen in diesem Fall ebenfalls ein hohes Einkommen. Alle Anreize wirken in die gleiche Richtung: Sie zwingen die Akteure, Kurssteigerungen um jeden Preis zu erzielen. Wenn die damit verbundenen Risiken sichtbar werden, haben die Akteure häufig das Unternehmen schon wieder verlassen. Für die nachfolgenden Verluste sind sie weder haftbar noch verantwortlich.

### **3. Aktienrückkaufprogramme (Daimler, Deutsche Bank)**

Die institutionellen Investoren sind die „neuen Eigentümer“ der Großunternehmen. Die Strategien, die sie als Eigentümer in den Unternehmen verfolgen, werden in diesem Abschnitt an einem Beispiel verdeutlicht (Aktienrückkaufprogramm).

Im Jahre 2007/08 befanden sich die Aktien der Daimler AG zu 69% im Eigentum von institutionellen Investoren; davon kamen 16% aus den USA. Diese Eigentümer verfügten also über die Stimmenmehrheit auf der Hauptversammlung. Die Aktionäre haben das Management der Daimler AG ermächtigt, in 2007 und 2008 umfangreiche Aktienrückkaufprogramme durchzuführen. Im Februar/März 2008 hat die Daimler AG 49,8 Mill. eigene Aktien zum Durchschnittskurs von 54 Euro gekauft; zwischen Juni und Oktober hat sie 37,3 Mill. Aktien zum Kurs von 37 Euro gekauft. Insgesamt hat die Daimler AG 4,1 Mrd. Euro für das Aktienrückkaufprogramm bezahlt. - Ein Jahr später (2009) verbuchte die Daimler AG einen Verlust von 2,9 Mrd. Euro, den sie aus Rücklagen nicht ausgleichen konnte. Es wurde eine Kapitalerhöhung beschlossen. Als neuer Aktionär konnte der Staatsfonds *Aabar Investments PISC* aus Abu Dhabi gewonnen werden. Er übernahm 96,4 Mill. neu ausgegebene Aktien zum Kurs von



20 Euro.<sup>2</sup> Die Daimler AG hat also für 4,1 Mrd. Aktien zurückgekauft, und dies zum Durchschnittskurs über beide Programme von 47 Euro; sie hat bei der Kapitalerhöhung 1,9 Mrd. eingenommen, zum Kurs von ca. 20 Euro je Aktie.

Der Ablauf des Aktienrückkauf-Programms bei der Deutschen Bank verlief nach einem gleichen Muster, nämlich: Aktienrückkauf, hoher Verlust im Folgejahr, daraufhin: Kapitalerhöhung. „Von Ende 2005 bis Mai 2008 hatte die Deutsche Bank 40 Millionen eigene Aktien für etwa 3,7 Milliarden Euro erworben, um dann vier Monate später über die Platzierung neuer Aktien im gleichen Umfang nur noch 2,2 Milliarden Euro zu Erlösen.“<sup>3</sup>

Die ökonomische Rationalität dieser Operationen kann man nur verstehen, wenn die kurzfristigen Gewinnmaximierungsstrategien institutioneller Investoren berücksichtigt werden. In früheren Jahrzehnten wären die liquiden Mittel, die für das Rückkaufprogramm verwendet wurden, den stillen Reserven zugeführt worden - und diese Reserven hätten für den Verlustausgleich während einer ökonomischen Rezession zur Verfügung gestanden. Unter dem Regime des FMK ist dies nicht mehr möglich. Die institutionellen Eigentümer drängen das Unternehmen, *free cash flow* an die Aktionäre auszuzahlen. Unternehmen können keine über die gesetzlichen Rücklagen hinausgehenden Reserven für Krisenzeiten anlegen.<sup>4</sup> Diese Reserven werden sofort abgeschöpft.

Die Investment-Fonds nutzen die durch ein Aktienrückkaufprogramm ausgelöste Kurssteigerung, um ihre Aktien zu verkaufen. Die Turnover-Rate der Daimler AG betrug 3,1 im Jahr 2008, d.h. die Eigentümer wurden im Durchschnitt dreimal ausgetauscht. Die Turnover-Rate der Deutschen Bank betrug 2,2. Wenn Unternehmen in die Krise geraten, haben sich die Eigentümer, die das Rückkaufprogramm beschlossen haben, bereits bei einem anderen Unternehmen engagiert. Die Devise lautet: *Hit and run* .....

Ein Aktienrückkaufprogramm hat auch Auswirkungen auf das Eigenkapital und die Eigenkapitalrendite. Diese Programme verringern das haftende Eigenkapital, das in Krisenzeiten zur Verfügung steht. Im Fall der Deutschen Bank war dies besonders problematisch (Bankenkrise). Gleichzeitig erhöht sich damit aber auch die Eigenkapitalrendite. Der Jahresgewinn bezieht sich auf eine verringerte Eigenkapitalbasis und damit erhöht sich die Kennziffer *return on equity*. Durch das Rückkaufprogramm ist Josef Ackermann dem angestrebten Ziel, eine Eigenkapitalrendite von 25% zu erwirtschaften, ein Stück näher gerückt.

---

<sup>2</sup> Quelle: Daimler AG: Annual Report 2008, S. 37; Annual Report 2009, S. 55.

<sup>3</sup> Quellen: Deutsche Bank: Annual Report 2008, S. 130, 294, 322. FAZ 26.3.09, S. 15 ("Das Ende der Aktienrückkauf-Programme").

<sup>4</sup> Das Prinzip der Rechnungslegung „mark to market“ verhindert, dass stille (verdeckte) Reserven angelegt werden können.

#### 4. Die Strategien der institutionellen Investoren

Für Schumpeter sind Unternehmer die „Führer auf wirtschaftlichem Gebiet“. Sie treiben den technischen Fortschritt voran; sie sind Risikoträger und übernehmen Verantwortung für ihre unternehmerischen Entscheidungen. In seinen Analysen zum Unternehmertum weist Schumpeter (1972: 230) auf die Verpflichtungen hin, die sich aus der Rolle des Eigentümers ergeben. Er spricht von "moralischen Treuepflichten", die das Eigentum auferlegt und von der Bereitschaft, sich uneingeschränkt für sein Eigentum einzusetzen. Andrew Carnegie, der Ende des 19. Jahrhunderts sein gesamtes Vermögen in das Stahlwerk in Pittsburgh investiert hatte, verkörperte diesen Typus: "When Pittsburgh sinks, I sink with it, and when Pittsburgh swims, I shall swim with it."

Institutionelle Investoren sind keine Unternehmer im Sinne von Schumpeter. Ihre Strategien folgen einer anderen Logik, die im Folgenden in vier Thesen verdeutlicht werden soll. Damit werden die in Abschnitt 2 formulierten Thesen ergänzt und präzisiert.

**These 1:** *Institutionelle Investoren kombinieren in ihren Strategien voice und exit.*

Investment- und Pensionsfonds halten im Durchschnitt nur 2-3% der Aktien eines Unternehmens. Diese Anteile können sie jederzeit verkaufen (Liquidität). Finanztechnische Innovationen haben die Liquidität der Aktienmärkte während der vergangenen Jahrzehnte ständig erhöht. Dazu zählen z.B. die Einführung des Computerhandels und die kontinuierliche Senkung der Transaktionskosten. Fondsmanager können im Bruchteil einer Sekunde die Aktien eines Unternehmens verkaufen und sich bei einem anderen Unternehmen engagieren.

Hirschman hat argumentiert, dass Akteure, die die Option *exit* präferieren, keine Loyalität gegenüber dem Unternehmen entwickeln. Institutionelle Investoren halten die Aktien nur solange wie ihre Rendite-Erwartungen erfüllt werden. Sie sind keine loyalen Eigentümer, die ein Unternehmen durch eine Krise begleiten würden. Mit Hilfe computergestützter Warnsysteme versuchen die Fonds, ihre Aktien gerade vor einer Krise zu verkaufen.

Gleichzeitig verfügen die Investoren über die Option *voice*: Sie können auf der Hauptversammlung oder in Gesprächen mit dem Management ihre Interessen artikulieren. Sie können vor allem darauf hinweisen, dass sie von der Option *exit* Gebrauch machen, wenn das Management diese Interessen vernachlässigt.

Hirschman hat gezeigt, dass die glaubhafte Drohung mit *exit* die Option *voice* nicht schwächt, sondern stärkt. Wenn das Management die Interessen der Fonds ignoriert, müssen sie damit rechnen, dass diese von der Option *exit* Gebrauch machen. Mit sinkenden Aktienkursen steigt die Gefahr einer feindlichen Übernahme, die in der Regel die Entlassung des amtierenden Management zur Folge hat.

Die Reform des Aktienrechts, die während der vergangenen Jahrzehnte in vielen Ländern unter dem Titel *corporate governance* politisch durchgesetzt wurde, hat die Rechte der institutionellen Investoren gestärkt. Es ist ihnen gelungen, mit Hilfe der staatlichen Gesetzgebung die Option *voice* und damit ihren Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen zu stärken.

**These 2:** *Institutionelle Investoren greifen nur selten direkt in unternehmerische Entscheidungen ein. Sie formulieren stattdessen ein Prinzip, an dem sich alle Entscheidungen orientieren müssen: den shareholder value (Gewinnmaximierung).*

Die Frage, in wessen Interesse der Vorstand einer Aktiengesellschaft das Unternehmen leiten muss, hat der amerikanische Jurist Adolf Berle bereits in den 1930er Jahren beantwortet: Die Aktionäre sind die Eigentümer des Unternehmens. Die Manager sind *trustees*, die das Unternehmen ausschließlich im Interesse der Eigentümer zu leiten haben: "Business corporations exist for the sole purpose of making profits for their stockholders."<sup>5</sup>

Diese Position ist bis in die Gegenwart unverändert geblieben. Sie ist die *normative* Basis der *principal-agent* Theorie und des *shareholder value*.<sup>6</sup> Die Manager verfügen über keine eigene, sondern nur über eine *abgeleitete* Autorität. Sie sind Angestellte des Unternehmens (*agents*) und gegenüber den Aktionären (*principals*) rechen-schaftspflichtig.

Unter dem Regime des Manager-Kapitalismus gab es in den meisten industrialisier-ten Staaten eine Interessenkoalition zwischen Management und der Belegschaft (Gewerkschaften). Unter diesem Regime blieb das von Berle formulierte Prinzip<sup>7</sup> weitgehend Theorie. Erst im Regime des FMK konnte sich eine ausschließlich am Interesse der Investoren orientierte Unternehmenspolitik durchsetzen. Erst in diesem Regime gibt es eine schlagkräftige Lobby der institutionellen Investoren, die dafür sorgt, dass sich die Unternehmensverfassung am *shareholder value* orientiert.

---

<sup>5</sup> Berle (1932: 1367).

<sup>6</sup> In diesem Sinne äußert sich auch Friedman (2002: 133): Das Management hat nur *eine* soziale Verantwortung: " ... to make as much money for their stockholders as possible."

<sup>7</sup> Dieses Prinzip wird auch als „shareholder primacy Prinzip“ bezeichnet. Vgl. dazu Fisch (2006).

**These 3:** *Eine zentrale Strategie der institutionellen Investoren ist Diversifizierung (Risikominimierung).*

Andrew Carnegie orientierte seine unternehmerische Strategie an der Regel: „Put all your eggs in one basket and then watch that basket.“<sup>8</sup> Für institutionelle Investoren gilt diese Regel nicht. Sie halten mehrere hundert, häufig bis zu tausend Beteiligungen in ihrem Portfolio.

Mit Hilfe dieser Form von Diversifizierung versuchen sie, das Risiko ihres Portfolios zu minimieren. Es geht also nicht darum, das unternehmerische Risiko in einem *einzelnen* Unternehmen zu kontrollieren oder gar zu reduzieren. Das können Fondsmanager nicht. Vielmehr nutzen sie das statistische Gesetz der großen Zahl: Je höher die Anzahl der Beteiligungen, umso eher kann das (idiosynkratische) Risiko eines Portfolios eliminiert werden.

Diversifizierung ist die komplementäre Strategie zur Gewinnmaximierung. Die institutionellen Investoren versuchen, die Unternehmen in ihrem Portfolio zur Gewinnmaximierung anzutreiben (shareholder value). Damit steigt für jedes Unternehmen das unternehmerische Risiko. Die Investoren können dieses Risiko diversifizieren. Ein einzelnes Unternehmen kann dies nicht tun.

Für ein einzelnes Unternehmen steht die langfristige Überlebensfähigkeit im Vordergrund. Gewinnmaximierung erhöht das Risiko und gefährdet die Überlebensfähigkeit. Institutionelle Investoren können diese Risiken in einem Portfolio, in dem sie eine große Zahl von relativ kleinen Beteiligungen halten, diversifizieren. Der Konkurs eines Unternehmens wird in ihrem Portfolio ausgeglichen durch die hohen Gewinne anderer Unternehmen. Die Konkurse von Enron, Worldcom und die Bankenkrise haben gezeigt, dass es den institutionellen Investoren häufig gelingt, Gewinne zu privatisieren und Konkursverluste zu vergemeinschaften.

**These 4:** *Ein wichtiges Kontrollinstrument zur Durchsetzung des shareholder value sind die kommerziellen Datenbanken, die für jedes Unternehmen zahlreiche Finanzindikatoren zur Verfügung stellen (Transparenz).*

Es ist häufig die Frage gestellt worden, ob institutionelle Investoren die Unternehmen, an denen sie Beteiligungen halten, überwachen können. Fondsmanager haben häufig bis zu tausend Beteiligungen in ihrem Portfolio. Es ist ausgeschlossen, dass sie diese Unternehmen in irgendeinem realistischen Sinne kontrollieren oder überwachen könnten.

---

<sup>8</sup> Zitiert nach Nasaw (2006: 341).

Die Fondsmanager nutzen jedoch kommerzielle Datenbanken (Reuters, Capital IQ, etc.). In diesen Datenbanken werden für die meisten börsennotierten Unternehmen Dutzende von Finanzindikatoren zur Verfügung gestellt. Die Datenbanken liefern für jedes Unternehmen ein Röntgenbild, das Auskunft über die Gewinne der vergangenen Jahre, über den Grad der Verschuldung, über *return on equity* und über Rückstellungen liefert (*retained earnings*).

Fondsmanager können relativ schnell herausfinden, ob Unternehmen über Schätze (*retained earnings*) verfügen, die gehoben werden können. Sie kaufen sich dann in diese Unternehmen ein und versuchen, auf der Hauptversammlung eine Mehrheit für Aktienrückkaufprogramme oder Sonderdividende zu mobilisieren.

Fondsmanager können die Unternehmen in ihrem Portfolio in eine Rangordnung bringen, und zwar in Bezug auf *return on equity*, Dividendenrendite, Verschuldungsgrad, usw. Sie sehen sofort, welches Unternehmen eine *benchmark* nicht erfüllt. Daraus können sie Konsequenzen ziehen: entweder Gespräche mit dem Management des Unternehmens (*voice*) oder Verkauf der Aktien (*exit*).

Institutionelle Investoren entsenden nur in seltenen Fällen eine Vertreterin in den *Board of Directors* des Unternehmens, an dem sie eine Beteiligung halten. Die Kontrolle, die sie ausüben, ist indirekt und häufig nicht sichtbar. Die Fondsmanager prüfen das Röntgenbild, das die kommerziellen Datenbanken ihnen liefern und entscheiden sich dann für *exit* oder *voice*.

## 5. Schlussfolgerungen

Die Familienunternehmer des 19. Jahrhunderts waren keine Finanzmarkt-Akteure. Sie waren Eigentümer, Unternehmer, Manager und Risikoträger. Sie standen als Produzenten, nicht als Eigentümer in Konkurrenz gegeneinander. Im Manager-Kapitalismus orientierten die Kleinaktionäre sich zwar an den Aktienmärkten, ihr Einfluss auf die Unternehmen blieb aber begrenzt. Auch sie standen nicht in Konkurrenz gegeneinander. Erst im FMK sind die *Eigentümer der Aktiengesellschaft zugleich zentrale Akteure auf den Finanzmärkten*. Sie zwingen die Manager, sich an der Logik der Finanzmärkte zu orientieren (*shareholder value*). Eigentum - d.h. die Chance, die Option *voice* ausüben zu können - ist ein wichtiger Transfermechanismus, über den die Logik der Finanzmärkte in die Realökonomie übertragen wird.

Der *shareholder value*, d.h. die Maxime, den größtmöglichen Gewinn für die Aktionäre zu erwirtschaften, treibt das ökonomische System insgesamt auf ein höheres Risikoniveau. Rudolf Hilferding hat für den Kapitalismus des beginnenden 20. Jahrhunderts den Begriff des „organisierten Kapitalismus“ geprägt. Die Organisation der Märkte und die Reduzierung der Preisschwankungen (Risiko) war ein zentrales

Merkmal dieser „organisierten“ Wirtschaftsform. Die Globalisierung der Märkte und die Dominanz der Finanzmärkte über die Realökonomie haben dazu geführt, dass sich die zentralen Ordnungsinstitutionen des organisierten Kapitalismus aufgelöst haben oder geschwächt wurden (Deutschland AG, Gewerkschaften, Sozialstaat).

Die Nachkriegszeit war die Blütezeit des Managerkapitalismus. Die Koalition zwischen Managern und Gewerkschaften garantierte eine gewisse Stabilität des Systems. Diese Interessenkoalition hat sich aufgelöst. Der FMK hat bisher zwei gravierende globale Krisen produziert (Enron und subprime). Es ist zu befürchten, dass weitere Krisen folgen werden.